

IZBOR DEVIZNOG TEČAJA ZA RH

Zelić, Barbara

Undergraduate thesis / Završni rad

2019

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:945354>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-05**

Repository / Repozitorij:

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



UNIVERSITY OF SPLIT



**SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMKI FAKULTET SPLIT**

ZAVRŠNI RAD

IZBOR DEVIZNOG TEČAJA ZA RH

Mentor:

Izv.prof.dr.sc. Vladimir Šimić

Studentica:

Barbara Zelić

Split, rujan, 2019

SADRŽAJ:

1. UVOD	3
1.1. Problem i predmet istraživanja.....	3
1.2. Svrha i cilj proučavanja.....	3
1.3. Metode istraživanja	4
1.4. Struktura rada	4
2. POJAM I VRSTE DEVIZNIH TEČAJEVA.....	5
2.1. Devizni tečaj.....	5
2.2. Nominalni, realni i efektivni devizni tečaj	5
2.3. Vrste sustava deviznog tečaja	6
2.4. Trilema	13
3. DEVIZNI TEČAJ U RH.....	15
3.1. Upravljanje fluktuirajućim deviznim tečajem.....	15
3.2. Izbor optimalnog režima	16
3.3. Monetarna politika u kontekstu upravljanja fluktuirajućim deviznim tečajem	18
3.4. Kretanje nominalnog tečaja eura 2003.-2017.	22
4. Važnost eura za RH i tečajni mehanizam ERM2.....	25
4.1. Tečajna politika u Hrvatskoj i uvođenje eura.....	25
4.2. Tečajni mehanizam ERM2.....	28
5. ZAKLJUČAK.....	31
LITERATURA	33
SAŽETAK.....	36
SUMMARY	36

1. UVOD

1.1. Problem i predmet istraživanja

Izbor optimalnog tečajnog režima jedan je od temeljnih odluka monetarnih vlasti koja zaokuplja zanimanje javnosti u području ekonomskih znanosti jer izbor tečajnog režima komplementaran je monetarnoj, pa tako i fiskalnoj politici te time dio složene makroekonomske politike. Priča oko izbora tečajnog režima kreće od sloma Bretton Woodskog sporazuma, nakon kojeg fiksni devizni režim, vodeće svjetske ekonomije mijenjaju fluktuirajućim deviznim režimom. Nastajuće tržišne ekonomije okrenule su se intermedijarnim, tj. središnjim deviznim režimima. Predmet istraživanja iz kojeg proizlaze i ciljevi istraživanja je utvrditi učinkovitost i značaj upravljano fluktuirajućeg tečaja kojeg provodi Hrvatska narodna banka.

1.2. Svrha i cilj proučavanja

Prema ranije navedenom predmetu istraživanja te problemu navodi se i svrha ovog rada. Potrebno je proučiti i istražiti kako i zašto HNB provodi politiku deviznog tečaja kakvu provodi te na osnovu režima kontrolirati opću razinu cijena te vrijednost BDP –a. Istraživanjem će se nastojati objasniti i još dodatna pitanja.

1. Odgovara li Hrvatskoj upravljano fluktuirajući (Managed float) tečaj?
2. Kako HNB intervenira na tržištu deviza?
3. Primjenom kojih metoda te na koji način provodi deviznu politiku?
4. Koje su prednosti/ nedostatci fluktuirajućeg naspram fiksnog tečaja?
5. Koja je uloga europskog tečajnog mehanizma(ERM2)?

1.3. Metode istraživanja

U završnom radu se analizira devizni tečaj Hrvatske narodne banke prema pojedinim člancima kao i dostupnih statističkih pokazatelja HNB-a te provedene empirijske analize. Na temelju njih kritički će se objasniti i potkrijepiti činjenice o deviznom režimu te sve prednosti koje tečaj nosi sa sobom. Koristit će se sljedeće metode¹:

Metoda analize- postupak znanstvenog istraživanja i objašnjenja putem raščlanjivanja složenih misaonih tvorevina na njihove jednostavnije sastavne dijelove i elemente;

Deduktivna metoda- primjena deduktivnog načina zaključivanja u kojem se iz općih stavova izvode posebni i pojedinačni;

Metoda dokazivanja- jedna od najvažnijih znanstvenih metoda. Izvođenje istinitosti pojedinih stavova na temelju znanstvenih činjenica ili na temelju ranije utvrđenih istinitih stavova;

Metoda klasifikacije- potpuna podjela općeg pojma na posebne pojmove, koje taj pojam obuhvaća;

Metoda kompilacije- postupak preuzimanja tuđih rezultata znanstveno istraživačkog rada, odnosno tuđih zaključaka, stavova i spoznaja

1.4. Struktura rada

U uvodnom dijelu rada ukratko se predočava važnost deviznih tečajeva u suvremenim ekonomskim odnosima te se kroz ciljeve istraživanja postavljaju pitanja na koja će se adekvatno odgovoriti koristeći određene metode istraživanja. U drugom dijelu navode se vrste deviznih tečajeva koje postoje te njihove karakteristike. Treći dio rada kao najvažniji govori o izboru deviznog tečaja za RH te prednosti koji nosi. U četvrtom dijelu rada govori se o povijesti intervencija na deviznom tržištu (HRK) i važnosti tečaja Eura za Republiku Hrvatsku. Zaključni dio rada donosi sažetak svega što je navedeno te su istaknute najvažnije činjenice do kojih se došlo provedbom istraživanja.

¹ Miletić T., (2004.-2005.): Metodologija. Dohvaćeno iz http://www.nasciturus.com/skriptarnica/doc_view/9-metodologija, str.1

2. POJAM I VRSTE DEVIZNIH TEČAJEVA

2.1. Devizni tečaj

Devizni tečaj definira se kao cijena koja se formira na tržištu deviza. Mjeri vrijednost jedne valute u odnosu na drugu valutu. Uz njih postoje devizni režimi koje provode pojedine države u svrhu određenog ekonomskog cilja. Tečaj je vrlo važan dio ekonomske politike jer direktno utječe na rentabilnost izvoza, tj. na cijene uvoza, samim tim na konkurentnost gospodarstva.

2.2. Nominalni, realni i efektivni devizni tečaj

Tečaj koji se formira na tržištu deviza zove se nominalni tečaj². Pokazuje kvantitativan odnos dviju valuta, tj. cijenu jedne valute izraženu kroz broj jedinica druge valute. Kada se promatra odnos između više valuta, proučava se indeks kretanja nominalnog deviznog tečaja jer se vrijednost valute ne mijenja podjednako u odnosu na druge valute. Taj tečaj naziva se efektivni devizni tečaj. Kretanje nominalnog deviznog tečaja odražava se kroz promjene aprecijacije kada cijena domaće valute poraste u terminima strane valute, te pad cijene strane valute u terminima domaće, i deprecijacije kada cijena domaće valute pada u terminima strane valute te dolazi do rasta tečaja. On ne daje informacije o relativnoj konkurentnosti domaćih dobara.

Da bi dobili potpunije informacije o stupnju konkurentnosti zemlje potrebno je izračunati realan devizni tečaj. Realan devizni tečaj označava nominalni tečaj koji je korigiran za kretanje cijena u zemlji i inozemstvu. Daje usporedbu odnosa cijena dobara te ukazuje na kupovnu moć. Predstavlja realnu kupovnu snagu domaće tj. strane valute.

Kada realni tečaj raste dolazi do realne deprecijacije domaće valute, čime se povećava konkurentnost domaćeg gospodarstva. Kada realni tečaj pada dolazi do realne aprecijacije domaće valute i pada konkurentnost domaćeg gospodarstva.

Realna deprecijacija domaće valute ogleda se kroz porast inozemnih cijena ili smanjenje tuzemnih cijena/ porast nominalnog deviznog tečaja, dok realna aprecijacija domaće valute

² Blanchard, O; Johnson, David R., (2013.) : Macroeconomics, Boston: Pearson

kroz smanjenje cijena u inozemstvu ili povećanje tuzemnih cijena te se smanjuje nominalni devizni tečaj.

2.3. Vrste sustava deviznog tečaja

U sustavu fiksnih deviznih tečajeva Zemlja može fiksirati vrijednost vlastite valute s obzirom na skupinu valuta ili određenu valutu, dok u sustavu fluktuirajućih deviznih tečajeva odnos fluktuacija mogu biti neke druge valute, ali i drugi indikator poput pokazatelja indeksa opće razine cijena. Zemlja članica MMF-a treba osigurati da njezin tečaj bude u skladu sa Međunarodnim monetarnim fondom.

Međunarodni monetarni fond razvrstava više vrsta sustava deviznih tečajeva.

1) Sustav bez domaće valute u optjecaju

Kao sredstvo plaćanja koristi se strana valuta. U ovoj situaciji vođenje autonomne monetarne politike nije moguće. Zemlje koje su preuzele tuđu valutu kao vlastito sredstvo plaćanja ili u potpunosti podliježu monetarnoj politici zemlje od koje su preuzele valutu, ili s tom zemljom stvaraju monetarnu uniju., tj.vode zajedničku monetarnu politiku.³

2) Valutni odbor

Valutni odbor jedan je od ekstremnih oblika fiksnog deviznog režima.⁴ To je monetarno devizna institucija koja emitira novčanice i kovani novac u potpunosti zamjenjiv za rezervnu valutu po stalnom fiksnom tečaju, koji se obično određuje aktom parlamenta. U ovom sustavu postoji 100% pokriće domaće valute u optjecaju rezervnom konvertibilnom valutom. Prednost je to što

³ Koški, D.; (2008.): Izbor optimalnoga sustava deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku, Ekonomski vjesnik, br. 1-2. Str.32

⁴ Gregović, N.; Hodžić, N.;Perspektive valutnog odbora u Bosni Hercegovini;Ekonomski izazovi, Godina 6, broj 11, str. 108-125. Dostupno na: <https://scindeksclanci.ceon.rs/data/pdf/2217-8821/2017/2217-88211711108G.pdf>

garantira konvertibilnost domaće valute, cjenovnu i monetarnu stabilnost te stimulira FDI u domaće gospodarstvo.

a) Bilanca valutnog odbora	
Aktiva	Pasiva
- Međunarodne pričuve	Gotovina (depoziti poslovnih banaka, neto vrijednost)
Aktiva	Pasiva
- Međunarodne pričuve	Gotovina (depoziti poslovnih banaka, neto vrijednost)
- Domaća imovina	
b) Bilanca središnje banke	

Slika 1: Razlika između bilance središnje banke i valutnog odbora

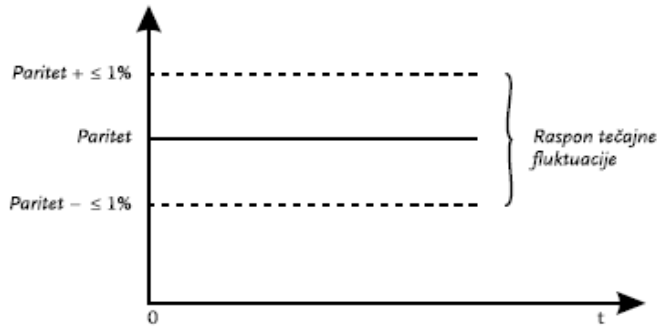
Izvor: Koški, D.(2008.): Izbor optimalnoga sustava deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku, Ekonomski vjesnik, br. 1-2. Str.33.

Valutni odbor ne može odobravati kredite iz primarne emisije, jer može emitirati samo onoliko novca koliko ima međunarodnih pričuva. Neto vrijednost je rezultat većih međunarodnih pričuva od primarnog novca i iznosi 5-10% njegove vrijednosti. Monetarne vlasti u okviru valutnog odbora nastoje imati veće međunarodne rezerve u odnosu na primarni novac kako bi osigurale potpunu konverziju domaćeg novca u strani. Valutni odbor može, ali i ne mora držati depozite poslovnih banaka.⁵

3) Konvencionalno - vezani devizni tečaj

U ovom sustavu vrijednost domaće valute vezana je barem tri mjeseca za odabrani odnos, ali uz mogućnost fluktuacije tečaja u rasponu do +/- 1%. Raspon dopuštene fluktuacije prikazana je na slici 2.

⁵ Koški, D.(2008.): Izbor optimalnoga sustava deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku, Ekonomski vjesnik, br. 1-2. Str.33



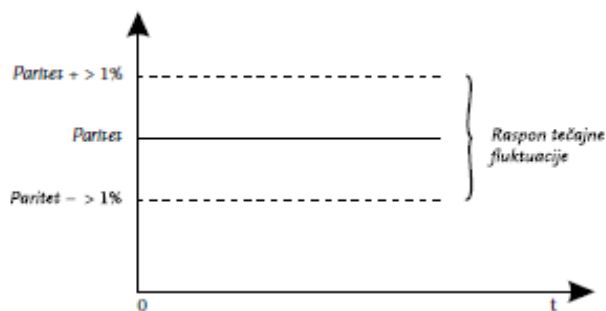
Slika 2: Fluktucija vrijednosti domaće valute u sustavu konvencionalno - vezanog deviznog tečaja.

Izvor: Koški, D.(2008.): Izbor optimalnoga sustava deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku, Ekonomski vjesnik, br. 1-2. Str.33

Članice MMF morale su primjenjivati ovaj sustav do 1971.godine, pa je ostao među zastupljenijim sustavima.

4) Vezani devizni tečaj u okviru horizontalnog raspona

Posebnost ovog sustava ogleda se u održavanju vrijednosti domaće valute u rasponu fluktuacije većem od +/- 1% od vrijednosti pariteta.



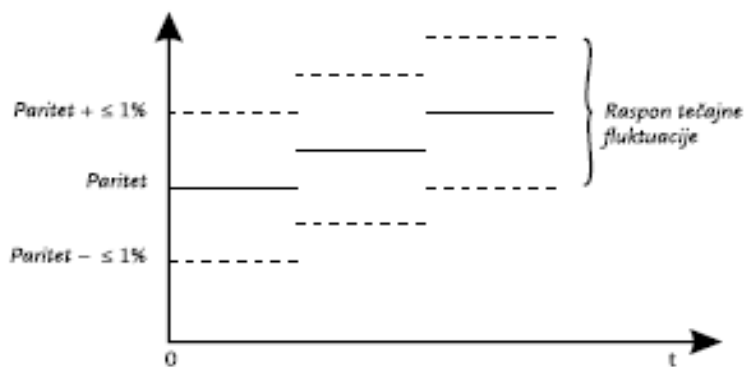
Slika 3: Fluktucija vrijednosti domaće valute u sustavu vezanoga deviznoga tečaja u okviru horizontalnoga raspona

Izvor: Koški, D.(2008.): Izbor optimalnoga sustava deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku, Ekonomski vjesnik, br. 1-2. Str.33.

Na slici 3. prikazana je mogućnost fluktuacije vrijednosti domaće valute u sustavu vezanog tečaja u okviru horizontalnog raspona.

5) Sustav puzajućeg vezanog deviznog tečaja

Sustav puzajućeg vezanog tečaja poseban je po tome što periodično prema obrascu monetarne vlasti prilagođavaju paritet domaće valute i to u malim fiksnim iznosima ili na odabrane makroekonomske pokazatelje kao naprimjer razlika u inflaciji u inozemstvu i tuzemstvu. Granice dopuštene fluktuacije prikazane su na slici 4.



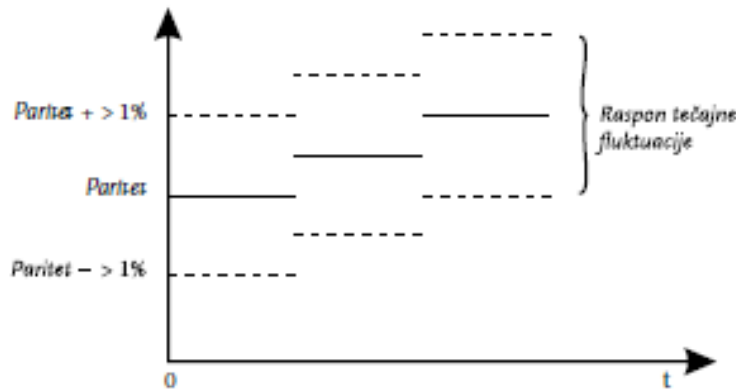
Slika 4: Fluktuacija vrijednosti domaće valute u sustavu puzajućeg vezanja deviznog tečaja (crawling peg)

Izvor: Koški, D.(2008.): Izbor optimalnoga sustava deviznog tečaja za Republiku Hrvatsku, Ekonomski vjesnik, br. 1-2. Str.34

Raspon dopuštenih fluktuacija tečaja iznosi najviše +/- 1%.

6) Sustav puzajućeg raspona deviznog tečaja

U ovom sustavu dopušten je raspon tečajnih fluktuacija u odnosu na paritet veći od +/- 1%. Na slici 5 to je i prikazano.



Slika 5: Fluktucija vrijednosti domaće valute u sustavu pužećega raspona deviznoga tečaja (crawling band).

Izvor: Koški, D.(2008.): Izbor optimalnoga sustava deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku, Ekonomski vjesnik, br. 1-2. Str.34

7) Upravljanje – fluktuirajući devizni tečaj

Sustav upravljanje- fluktuirajućeg deviznog tečaja bez unaprijed najavljenog smjera tečaja osobit je po tome što monetarne vlasti dopuštaju tečajnu fluktuaciju domaće valute u unaprijed određenom rasponu koji nije obznanjen javnosti. Kada granice dosegnu određenu vrijednost, monetarne vlasti interveniraju na deviznom tržištu na potpuno isti način kao i u ostalim sustavima. U ovom tečaju javnosti nije poznat središnji tečaj koji služi kao izračunska osnovica raspona fluktuacije, što monetarnim vlastima omogućuje diskreciju u vođenju politike deviznog tečaja.⁶

8) Slobodno – fluktuirajući devizni tečaj

⁶ Koški, D.(2008.): Izbor optimalnoga sustava deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku, Ekonomski vjesnik, br. 1-2. Str.34

U sustavu slobodno- fluktuirajućeg tečaja, tečaj deviza mijenja se slobodno pod utjecajem silnica ponude i potražnje za devizama. U okviru ovog deviznog tečaja monetarne vlasti mogu intervenirati na deviznom tržištu sa svrhom utjecaja na kretanje deviznog tečaja, bez obvezivanja da će ga održati na određenoj razini. Fleksibilan tečaj je apsorpcijski mehanizam vanjskih i domaćih šokova⁷. Vanjski šokovi utječu na nadnice i cijene u fiksnim režimima. Primjena ovog tečaja rezultira u rastu i padu deviznog tečaja zavisno o promjenama ekonomskog stanja direktnog utjecaja. Fluktuirajući tečajevi omogućuju autonomiju monetarne politike i veću fleksibilnost makroekonomske politike.

U praksi, zemlje sa fleksibilnim aranžmanima interveniraju kako bi nadišle kratkoročne tekuće krize, špekulatorsku paniku ili uvoz inozemne valutne krize. Dnevne fluktuacije nominalnog tečaja daju podsjetnik da su valutne krize svojstvene fleksibilnim režimima. U svijetu savršenih informacija, fleksibilni tečaj bi savršeno odražavao vrijednost valute. S padom produktivnosti u određenoj zemlji, valuta bi deprecirala, a devizni tečaj bi porastao s ciljem praćenja negativnih realnih promjena u gospodarstvu.

Pozitivni aspekti primjene fluktuirajućih režima:

- Autonomija monetarne politike
- Apsorpcija vanjskih šokova
- Automatsko uravnoteženje bilance plaćanja
- Smanjena mogućnost nastanka valutnih kriza
- Odsutnost mete špekulativnih napada
- Devizne rezerve nisu neophodne u funkciji instrumenta interveniranja (obrane određenog tečaja)

Moguće prijetnje:

⁷ Pečarić, M. (2014./2015.). Međunarodne financije 1, Ekonomski fakultet u Splitu., str.26

- Valutni rizik i prevelika varijabilnost
- Mogućnost neporavnanja tečaja s obzirom na nesavršenosti deviznog tržišta

Podcijenjenost: moguća inflacija, raste udio obveza u stranoj valuti;

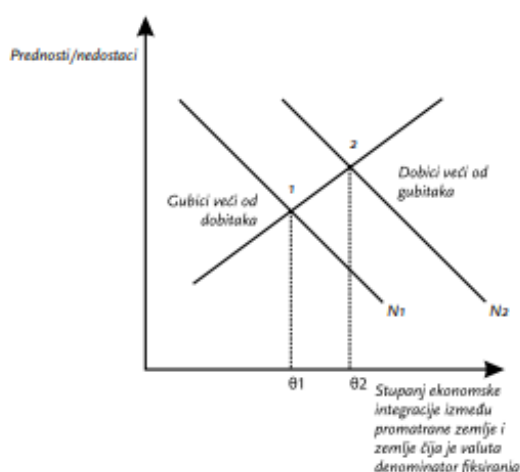
Precijenjenost: deficit tekućeg računa u bilanci plaćanja

Varijabilnost je naglašena kao prednost fleksibilnih režima, a stabilnost tečaja je naglašena kao pozitivni aspekt primjene fiksnih deviznih tečaja. Međutim, fiksni režimi ne izoliraju zemlju od realnih šokova, ali zato zahtijevaju prilagodbu unutar gospodarstva.

Slobodno fluktuiranje nailazimo kod velikih ekonomija gdje je veća integracija unutar granica nego izvan granica, visoka mobilnost rada i trgovine, gdje vlada povjerenje međunarodnih investitora, gdje postoji jaka i dobro funkcionirajuća središnja banka te gdje fluktuacije deviznog tečaja nisu najvažnija briga.⁸

Ako dominiraju realni šokovi koristit će se fleksibilan tečaj, a ako dominiraju monetarni udari fiksni tečaj. Šokovi se mogu apsorbirati djelomično deviznim tečajem, a djelomično akomodacijom središnje banke.

Na najvišoj razini apstrakcije odnos ekonomskih prednosti i nedostataka prihvaćanja sustava fiksnoga u odnosu na sustav fluktuirajućega deviznog tečaja moguće je prikazati slikom 6.



⁸ Pečarić, M. (2014./2015.). Međunarodne financije 1, Ekonomski fakultet u Splitu, str.33

Slika 6: Odnos ekonomskih prednosti i nedostataka prihvaćanja fiksnog sustava u odnosu na fluktuirajući

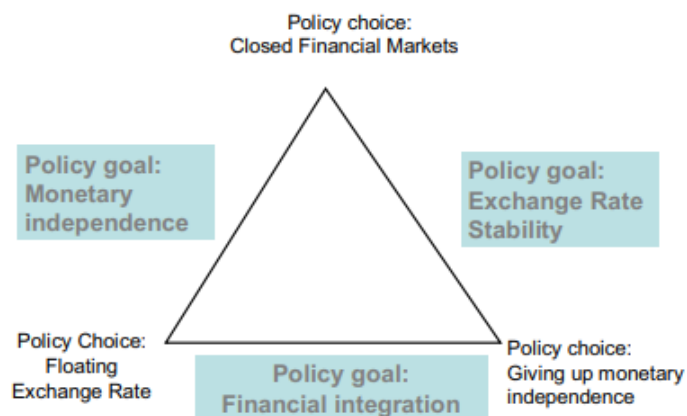
Izvor: Koški, D.(2008.): Izbor optimalnoga sustava deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku, Ekonomski vjesnik, br. 1-2. Str.35

Povećanje stupnja trgovinske razmjene rezultira većom monetarnom efikasnošću proizašlom iz smanjenog rizika te manjih transakcijskih troškova nego u uvjetima sustava fluktuirajućih deviznih tečajeva. Pravci N1 i N2 prikazuju nedostatke ekonomske stabilnosti koji se smanjuju s povećanjem ekonomske integracije promatranih zemalja, pri čemu je stupanj ekonomske integracije određen veličinom vanjskotrgovinske razmjene i mobilnošću čimbenika proizvodnje. Na slici u točki 1 promatranoj zemlji je svejedno hoće li se pridružiti valutnom području jer su prednosti fiksnog deviznog tečaja jednake nedostacima.

U situaciji povećane potražnje za proizvodima promatrane zemlje pravac N1 pomiče se na N2, što znači da će zemlja, c.p., biti manje voljna prihvatiti sustav fiksnog tečaja jer bi zahtijevalo veći stupanj ekonomske integracije sa zemljom čija je valuta denominator fiksiranja tečaja(Q1-Q2).

2.4. Trilema

U uvjetima slobodne međunarodne mobilnosti kapitala, istodobno održavanje sustava fiksnog deviznog tečaja i vođenje autonomne monetarne politike nije moguće. U literaturi je taj sustav poznat pod nazivom Trilema monetarne politike ili nemoguće trojstvo koje proizlazi iz Mundell-Flemingovog modela. Trilema monetarne politike prikazana je na slici 7.



Slika 7: Trilema monetarne politike

Izvor: Aizenman, J., (2010.): The Impossible Trinity(aka The Policy Trilemma). Dostupno na: http://web.pdx.edu/~ito/Tril_Aizenman_Dic.pdf

Slika pokazuje da se promatrana zemlja u određenom trenutku može nalaziti samo na jednoj od triju stranica trokuta, tj. suočena je sa izborom:

- a) Sustav fiksnog deviznog tečaja i slobodne međunarodne mobilnosti kapitala u okviru valutnog odbora
- b) Sustav fiksnog deviznog tečaja i autonomije monetarne politike uz nametanje kapitalnih kontrola
- c) Autonomija monetarne politike i slobodna međunarodna mobilnost kapitala u sustavu fluktuirajućih deviznih tečajeva.

Ako promatrana zemlja primjerice u situaciji slobodne međunarodne mobilnosti kapitala i sustava fiksnog deviznog tečaja, želi voditi autonomnu monetarnu politiku kroz smanjenje domaće kamatne stope u odnosu na inozemnu, prouzročit će odljev kapitala iz tuzemstva u inozemstvo. S obzirom na fiksni tečaj taj odljev kapitala značit će smanjenje novčane mase M i međunarodnih rezervi, što će naposljetku rezultirati porastom kamatne stope i nemogućnošću vođenja autonomne monetarne politike.

Prednosti fiksiranog tečaja:

- Uklanjanje tečajnog rizika⁹
- Uklanjanje mogućih precijenjenosti i podcijenjenosti deviznog tečaja
- Smanjenje političkih pritisaka za zaštitom od inozemne konkurencije
- Nepostojanje mogućnosti pojave inflacije kao posljedice deprecijacije domaće valute
- Mogućnost postignuća kredibiliteta kao rezultat odustajanja od vlastite monetarne politike

⁹ Frankel, J., (1999.): No Single Exchange Rate Regime is Right for All Countries or at all Times, Graham Lecture, Essays in International Finance, No. 215, Princeton University Press: Princeton, August

Nedostatci fiksnog deviznog tečaja:

- Onemogućena uporaba deviznog tečaja kao instrumenta ekonomske politike u vanjskoj trgovini
- Nema mogućnosti uporabe deviznog tečaja kao instrumenta upravljanja visinom cijena(inflacija) imajući na umu da inflacija može pridonijeti smanjenju javnog duga
- Visokom međunarodnom mobilnošću kapitala fiksni tečaj onemogućuje autonomno provođenje monetarne politike
- U uvjetima pojave asimetričnih šokova fiksni tečaj može prouzročiti nepovoljne makroekonomske posljedice ako ne postoji mobilnost proizvodnih čimbenika u zemljama vezanim fiksnim deviznim tečajem(Mundell)
- Prijetnja rigidnosti cijena i nadnica

3. DEVIZNI TEČAJ U RH

Centralna banka održava relativnu stabilnost tečaja domaće valute (HRK) prema euru, uz tržišne fluktuacije u rasponu manjem od 5%, kako bi se održala niska stopa inflacije i stabilnost gospodarstva. Naime, u visokoeuriziranim gospodarstvima kao što je hrvatsko cijene su osjetljive na promjene tečaja. Uz promjene tečaja vezana su i inflacijska očekivanja stanovništva, koja su osobito izražena zbog loših iskustava s visokom inflacijom na ovim prostorima u prošlosti.

3.1. Upravljanje fluktuirajući devizni tečaj

Fluktuiranje je upravljano u smislu uplitanja monetarnih vlasti u tokove deviznog tržišta, a devizni tečaj je tržišno određen utjecajem silnica ponude i potražnje.¹⁰ Monetarna vlast relativno rijetko intervenira kako bi ograničila prekomjerne destabilizirajuće oscilacije deviznog tečaja. Upravljanje fluktuiranje kune (HRK) na deviznom tržištu ne označava

¹⁰ Pečarić, M. (2014./2015.). Međunarodne financije 1.,Ekonomski fakultet u Splitu,str.20

postojanje unaprijed objavljenog cilja za devizni tečaj i jednako tako nema potrebe da monetarne vlasti akumuliraju devizne rezerve i njima interveniraju na tržištu deviza. Nepostojanjem mete za špekulativne napade, manja je mogućnost nastanka valutnih kriza.

Upravljanim fluktuiranjem nestaje problem valutnog dispariteta. Sa obzirom na karakteristike upravljanog fluktuiranja, u smislu fleksibilnog i autonomnog korištenja instrumenata monetarne politike i nepostojanje obveze obrane nekog određenog tečaja, navedeni režim mora identificirati odgovarajuće sidro, tj. odgovarajući režim monetarne politike. Monetarna politika je autonomna i nezavisna od politike deviznog tečaja, a popularan spoj režima deviznog tečaja i monetarne politike pri vođenju politike upravljanog fluktuiranja valute jest „managed floating plus“, kombinacija upravljanog fluktuiranja kao tečajno-deviznog režima i ciljanja inflacije kao režima monetarne politike. Nominalni tečaj kune prema euru stabilan je zbog povremenih HNB-ovih deviznih intervencija. Kretanja na tržištu deviza ovise o novčanim tokovima s inozemstvom primjerice plaćanja uvoza i naplate izvoza, priljeve deviza zbog zaduživanja u inozemstvu ili otplate inozemnog duga te priljevi na osnovi fondova EU-a. HNB ne utvrđuje unaprijed gornju i donju granicu kretanja tečaja kune prema euru koju se obvezuje braniti (gornja i donja intervencijska točka).

Za razliku od tečaja kune prema euru, Hrvatska narodna banka ne može utjecati na vrijednost kune prema drugim stranim valutama (američki dolar, funti sterlinga, švicarskom franku itd.) jer je njihova vrijednost određena odnosima eura i tih valuta na svjetskim deviznim tržištima. Fluktuirajuće tečajne režime najčešće primjenjuju veća gospodarstva koja su uspješnija u upravljanju tečajnim kretanjima i koja su često izložena šokovima iz njihovog okruženja.

3.2. Izbor optimalnog režima

Svaka država ima utvrđeno sredstvo kojim se vrše plaćanja u toj zemlji i to je sredstvo nacionalni novac. Devizni tečaj predstavlja vezu preko koje se strane cijene preračunavaju u domaću valutu i domaće cijene se iskazuju stranom valutom. Izbor deviznog režima predstavlja način određivanja tih cijena. Na izbor deviznog tečaja u okviru jednog nacionalnog gospodarstva djeluje mnogo faktora: ekonomski, politički te aktualna događanja u realnom

dijelu gospodarstva. Brojni faktori djeluju na rast i razvoj gospodarstva, a devizni tečaj je samo jedan od njih.

World Economic Outlook (WEO-1997.) navodi sljedeće determinante koje utječu na izbor tečajnog režima (Lovrinović, 2015:188):

- Veličina ekonomije: što je ekonomija veća to su koristi sustava fluktuirajućih deviznih tečajeva veće
- Otvorenost ekonomije: što je otvorenost ekonomije veća to je bolje koristiti sustav fiksnog tečaja
- Diverzifikacija proizvodnje/strukture izvoza: diverzifikacija niža, udio jednog vanjskotrgovinskog partnera visok, bolje je korištenje sustava vezivanja deviznog tečaja za valutu te zemlje
- Divergencija između stope domaće i inozemne inflacije: što je stupanj inflacije viši, bolje je korištenje fluktuirajućeg deviznog tečaja, fiksni tečaj može biti koristan u stabilizacijskoj politici
- Stupanj ekonomske/financijske razvijenosti: što je veći to je bolje korištenje sustava fluktuirajućeg deviznog tečaja
- Mobilnost faktora rada: ako je sustav plaća rigidan na njihovo snižavanje, bolje se koristiti sustavom fluktuirajućeg deviznog tečaja
- Mobilnost kapitalnih tokova: viši stupanj mobilnosti tokova kapitala predstavlja teškoće u održavanju sustava fiksnog deviznog tečaja
- Inozemni nominalni šokovi: ako je ekonomija izložena ovoj vrsti šokova, bolje se koristiti sustavom fluktuirajućeg deviznog tečaja
- Domaći nominalni šokovi: prijedlog je sustav fiksnog deviznog tečaja
- Realni šokovi: prijedlog je korištenje fluktuirajućih deviznih tečajeva

- Kredibilnost nositelja makroekonomske politike: što je niža, bolje je korištenje sustava fiksnog deviznog tečaja, povjerenje u antiinflacijski program povećava se preko fiksiranja tečaja i sprječava povratak inflacije

Čimbenici koji djeluju na izbor tečajnog režima s vremenom se mijenjaju. Ako je inflacija visoka, fiksni tečaj može biti uspješniji prilikom njezina smanjivanja. Kada je stabilizacijska politika postignuta, zemlja će se okrenuti više prema fleksibilnom režimu. Postoje neke opće pretpostavke za izbor tečajne politike i zajedničke su svim ekonomijama. Treba voditi računa o makroekonomskom položaju svake pojedine nacionalne ekonomije. Pitanje vođenja tečajne politike važan je segment monetarne politike jedne zemlje. Iako bismo očekivali da zemlje vode politiku ravnotežnog tečaja, zemlje mogu voditi politiku precijenjenog ili podcijenjenog tečaja. Prilikom odabira tečajne politike zemlja treba odlučiti hoće li provoditi politiku fiksnog ili fleksibilnog deviznog tečaja. Treba istaknuti da nema idealnog sustava deviznog tečaja i da primjena jednog sustava nije trajna. Zemlja treba prilagođavati svoj sustav tečajeva čimbenicima koji djeluju u okruženju same zemlje.

3.3. Monetarna politika u kontekstu upravljano fluktuirajućeg deviznog tečaja

U većini zemalja osnovni je cilj monetarne politike održavanje stabilnosti cijena, no središnje banke ostvaruju taj cilj na različite načine. Za svoj okvir provođenja monetarne politike središnje banke obično odabiru određenu varijablu na čiju razinu i/ili dinamiku kretanja mogu utjecati te preko nje posredno ostvarivati svoj osnovni cilj - održavanje stabilnosti cijena. Ta varijabla, primjerice, može biti kamatna stopa, nominalni tečaj ili neki monetarni agregat. U skladu s tim, okvir za provođenje monetarne politike može se temeljiti na tečajnom sidru, monetarnom sidru, ciljanju inflacije ili može biti mješoviti.

Hrvatska narodna banka odabrala je stabilnost tečaja kune prema euru kao nominalno sidro monetarne politike. Održavanjem stabilnosti tečaja kune prema euru HNB posredno utječe na svoj temeljni cilj, a to je stabilnost cijena. S obzirom na visoku euroizaciju hrvatskoga bankovnog sustava, stabilnost tečaja jest alat kojim HNB održava i financijsku stabilnost, što

ukupno osigurava makroekonomsku stabilnost zemlje i očuvanje realne vrijednosti novčanih sredstava svih sektora gospodarstva.

Održavanje stabilnosti cijena osnovni je cilj Hrvatske narodne banke. Ne dovodeći u pitanje ostvarivanje osnovnog cilja, Hrvatska narodna banka podupire i opću gospodarsku politiku Europske unije u skladu s ciljevima Europske unije određenima u članku 3. Ugovora o Europskoj uniji. Ti ciljevi uključuju ostvarivanje uravnoteženoga i održivoga gospodarskog rasta te postizanje visoke razine zaposlenosti. Zadaća HNB-a je i održavanje stabilnosti financijskog sustava u zemlji. Pritom valja naglasiti da su sekundarni ciljevi podređeni primarnom cilju HNB-a te da se mogu ostvarivati samo uz uvjet da je osnovni cilj ispunjen.

Devizne intervencije provode se putem povremenih deviznih aukcija, pomoću kojih središnja banka kupuje odnosno prodaje devize bankama. Pri aukciji banke podnose HNB-u željene iznose (npr. u eurima) i pripadajuće cijene (tečaj) deviznih transakcija (tj. organizira se aukcija s višestrukim cijenama). Na temelju pristiglih ponuda HNB donosi odluku o iznosu intervencije i tečaju. HNB općenito organizira aukciju prodaje devize kada kuna slabi, a kupnju deviza kada kuna jača. Prodajom deviza HNB povlači kune iz optjecaja, a kupnjom deviza stavlja kune u optjecaj.¹¹

Okvir za provođenje monetarne politike Hrvatske narodne banke sadržava ove instrumente:

- Operacije na otvorenom tržištu
- Obvezna pričuva
- Stalno raspoložive mogućnosti
- Ostali instrumenti i mjere

Središnja banka provodi operacije na otvorenom tržištu na vlastitu inicijativu prema unaprijed objavljenom rasporedu ili u bilo koje vrijeme koje sama odredi, uz dobrovoljno sudjelovanje kreditnih institucija. Operacijama na otvorenom tržištu središnja banka utječe na likvidnost bankovnog sustava i kretanje kamatnih stopa na novčanom tržištu kontrolirajući cijenu i/ili količinu ponude primarnog novca (novac na računima banaka kod središnje banke). Kupnjom

¹¹ HNB (2015.): Ciljevi monetarne politike

imovine od banaka središnja banka povećava likvidnost u sustavu i utječe na pad kamatnih stopa na tržištu, dok se prodajom imovine bankama postižu suprotni učinci.

Najčešće korištene operacije Hrvatske narodne banke jesu konačne (engl. outright) operacije, i to devizne aukcije. Navedene operacije mogu se smatrati operacijama fine prilagodbe, ali ponekad su i strukturne. Devizne aukcije provode se radi očuvanja stabilnosti domaće valute i održavanja likvidnosti plaćanja u zemlji i inozemstvu. Deviznim aukcijama središnja banka nastoji utjecati na kretanje deviznog tečaja domaće valute u odnosu na referentnu stranu valutu. Hrvatska narodna banka provodi devizne aukcije u situacijama kada procijeni da je potrebno ublažiti kretanje tečaja kune u odnosu na euro. Kupnjom strane valute središnja banka provodi emisiju domaće valute, čime povećava količinu domaće valute u optjecaju istodobno povlačeći stranu valutu iz optjecaja te tako utječe na deprecijaciju domaće valute. U suprotnome, prodajom strane valute središnja banka povlači domaću valutu iz optjecaja te utječe na aprecijaciju domaće valute u odnosu na referentnu stranu valutu. Najčešće korištene povratne operacije Hrvatske narodne banke su tzv. obratne repo transakcije, pri čemu središnja banka u prvom koraku povećava likvidnost bankovnog sustava kupujući vrijednosnice od banaka i istodobno ugovara prodaju kupljenih vrijednosnica bankama na budući datum, pri čemu se smanjuje likvidnost bankovnog sustava.¹² U razdoblju korištenja likvidnosti banke plaćaju ugovorenu kamatnu stopu koja se naziva repo stopa. U ekonomskom smislu, obratne repo operacije su zaduživanje kreditnih institucija kod središnje banke. Povratnim transakcijama smatraju se i tzv. FX swap-ovi. FX swap-ovi su transakcije pri kojima središnja banka u prvom koraku povećava (smanjuje) likvidnost kupujući (prodajući) stranu valutu po tržišnom tzv. spot tečaju i istodobno ugovara prodaju (kupnju) strane valute na budući datum po budućem tzv. forward tečaju, pri čemu se smanjuje (povećava) likvidnost bankovnog sustava. Budući, odnosno forward tečaj jednak je zbroju spot tečaja i kamatnom diferencijalu valuta izračunatom za razdoblje trajanja FX swap-a. Kamatni diferencijal može biti pozitivan (u slučaju da strana valuta ima nižu kamatnu stopu od domaće valute) ili negativan (u slučaju da strana valuta ima višu kamatnu stopu od domaće valute). FX swap u kojem središnja banka u prvom koraku kupuje stranu valutu u ekonomskom smislu istovjetan je opisanoj obratnoj repo transakciji. Ostale povratne transakcije uključuju izdavanje blagajničkih zapisa (BZ) središnje banke, pri čemu u prvom koraku središnja banka smanjuje likvidnost bankovnog sustava prodajući bankama blagajničke zapise koji imaju određeni rok dospijeca, nakon čega ih središnja banka

¹² HNB (2017.): Okvir i instrumenti monetarne politike

otkupljuje od banaka ponovo povećavajući likvidnost bankovnog sustava. U tom slučaju središnja banka plaća bankama kamatnu stopu na izdane blagajničke zapise.

Tablica 1: Operacije na otvorenom tržištu u praksi HNB-a

	Vrsta operacije	Učestalost	Rok dospijeća
1. Redovite operacije	-obratne repo operacije	Svaki tjedan	1 tjedan
2. Operacije fine prilagodbe	-repo/obratne repo operacije -izravne kupnje/prodaje vrijednosnica -izravne kupnje/prodaje deviza -FX swap - izdavanje BZ-a	Neredovito prema potrebi	Nestandardizirano
3. Strukturne operacije	-izravne kupnje/prodaje vrijednosnica - repo/obratne repo operacije - izravne kupnje/prodaje deviza	Neredovito prema potrebi	Nestandardizirano

Izvor: HNB (2016.): Instrumenti monetarne politike. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti>

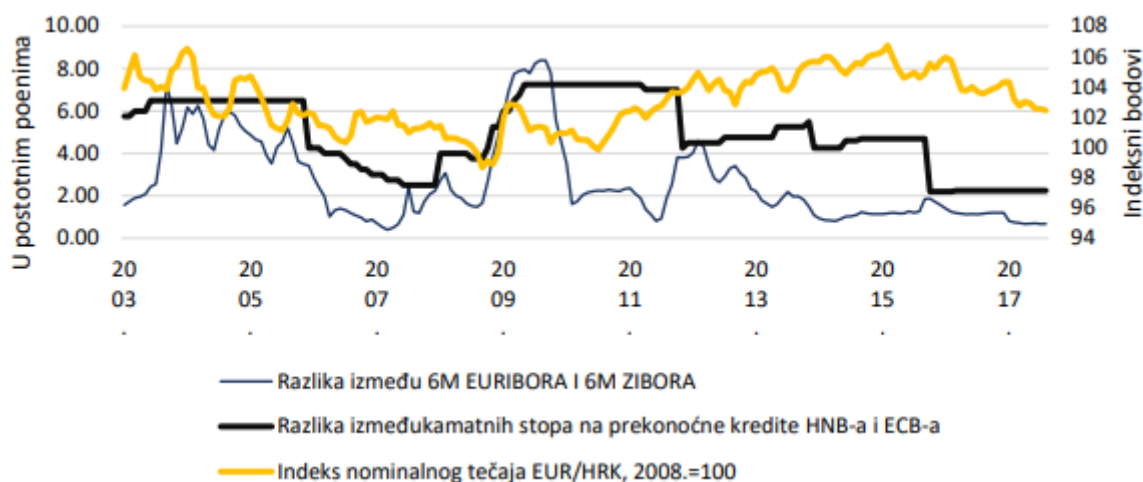
Obvezna pričuva jest obveza kreditnih institucija da određeni postotak primljenih sredstava drže na računima kod Hrvatske narodne banke. Navedena sredstva u obliku pričuve izdvajaju se kod središnje banke na poseban račun ili se u određenom razdoblju održavaju u prosjeku na računu za namiru kreditne institucije.

Stalno raspoložive mogućnosti posuđivanja i deponiranja omogućuju kreditnim institucijama da na vlastitu inicijativu posuđuju ili deponiraju sredstva kod Hrvatske narodne banke, uglavnom na kraju radnoga dana, uz prekonoćno dospijeće.¹³ Kredit se odobrava uz određene uvjete koji obuhvaćaju propisani prihvatljiv kolateral te kamatnu stopu iznad tržišne kamatne stope. Nasuprot tome, automatsko deponiranje sredstava kod središnje banke renumerira se po kamatnoj stopi ispod tržišne. Na taj način središnje banke utvrđuju kamatni raspon unutar kojega bi se kamatne stope na novčanom tržištu trebale kretati.

¹³ HNB (2017.): Stalno raspoložive mogućnosti. Dostupno na: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/stalno-raspolozivemogucnost>

Ostali instrumenti i mjere služe kao podrška pri provođenju monetarne politike osnovnim instrumentima monetarne politike Hrvatske narodne banke. U ovu skupinu ubrajaju se i mjere kojima se propisuju određeni omjeri u bilancama kreditnih institucija. Trenutačno je na snazi strukturna mjera kojom su određena minimalno potrebna devizna potraživanja. Minimalno potrebna devizna potraživanja strukturna su mjera održavanja devizne likvidnosti banaka i trenutačno iznose 17% deviznih obveza.¹⁴ Obveza je održavanja propisanog postotka dnevna, a likvidnim se deviznim potraživanjima smatraju devizna potraživanja (osim potraživanja po kreditima) s preostalim rokom dospijeca do tri mjeseca.

3.4. Kretanje nominalnog tečaja eura 2003.-2017.



Slika 8: Indeks nominalnog tečaja EUR/HRK

Izvor: https://www.hnb.hr/sites/default/files/inline-files/odnos_deviznog_tecaja_i_kamatnih_stopa_u_kontekstu_uvodenja_eur1_vs_0.pdf

Na slici 8. prikazana je blaga aprecijacija kune (zaduživanje Hrvatske u inozemstvu) koja je posljedica pada indeksa nominalnog tečaja u promatranom razdoblju. Ulazak Hrvatske u ERM2 bit će nastavak monetarne strategije nominalnog sidra deviznog tečaja, ali uz veći stupanj rigidnosti tečaja. Kako strategija sidra tečaja podrazumijeva usmjerenost monetarne politike prvenstveno na očuvanje stabilnosti nominalnog tečaja domaće valute prema euru, usporedno

¹⁴ HNB (2017.): Ostali instrumenti i mjere. Dostupno na: <http://www.hnb.hr/temeljnefunkcije/monetarnapolitika/instrumenti/ostali-instrumenti-ijmere>

je moguća veća ili manja aprecijacija/ deprecijacija u terminima promjene realnog (realnog efektivnog) tečaja s učincima na pad ili povećanje konkurentnost domaće proizvodnje i izvoza.¹⁵ Stoga je pri određivanju središnjeg pariteta nominalnog tečaja u ERM2 potrebno voditi računa ne samo o tekućim kretanjima neto-priljeva deviza i tržišnog tečaja, nego i o budućim promjenama produktivnosti i ravnotežnom tečaju u dugom roku kao faktorom realne konvergencije (postizanja unutarnje i vanjske ravnoteže, dostizanja većih stopa rasta BDP-a, zaposlenosti, većeg životnog standarda i višeg stupnja razvijenosti s obzirom na relativno stanje u zemljama članicama europodručja kojem se želimo pridružiti).

Sa obzirom na sve prednosti i nedostatke analiziranih sustava deviznih tečajeva, slobodno fluktuirajući tečaj bio bi štetan za Republiku Hrvatsku, jer bi fluktuacije tečaja osim deviznog rizika prouzročile oscilacije cijena. U uvjetima međunarodne mobilnosti kapitala, sustav konvencionalno vezanog tečaja onemogućio bi vođenje samostalne monetarne politike. Kao rješenje nameće se intermedijarni devizni tečaj.

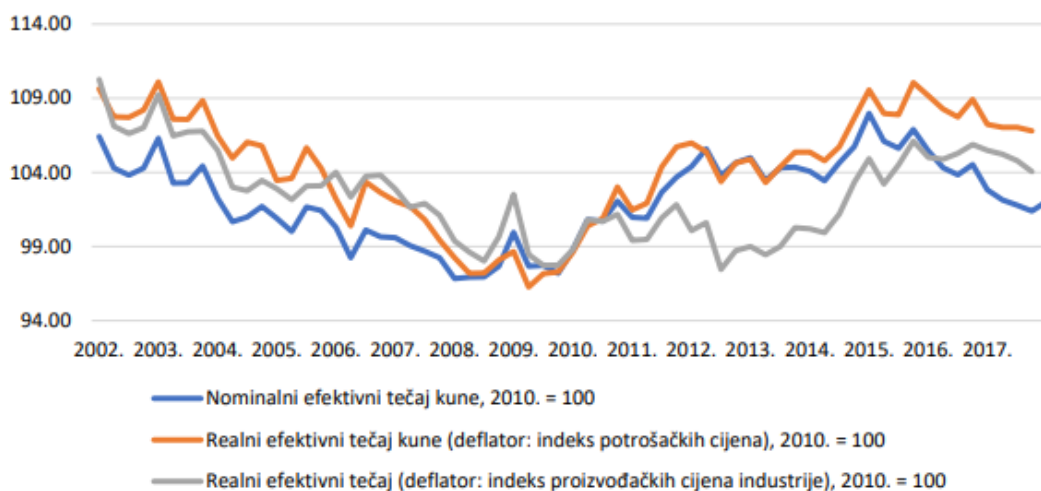
Objavljivanjem smjera tečaja monetarne vlasti mogu izgubiti kredibilitet u slučaju uspješnih špekulacijskih napada.

Sustav upravljano-fluktuirajućeg deviznog tečaja iz tog razloga, bez unaprijed obznanjenog smjera optimalan je za Republiku Hrvatsku.

Fluktuacije koje su ograničene smanjuju nastanak deviznog rizika, ali dopuštaju Centralnoj banci, u određenoj mjeri provođenje neovisne monetarne politike

Problem se javlja sa opadajućim realnim deviznim tečajem, što je vidljivo na slici 9.

¹⁵ Ivanov, M.; (2017.): Odnos deviznog tečaja i kamatnih stopa u kontekstu uvođenja eura, HUB analize. Dostupno na : https://www.hub.hr/sites/default/files/inline-files/odnos_deviznog_tecaja_i_kamatnih_stopa_u_kontekstu_uvodenja_eur1_vs_0.pdf



Slika 9: Indeksi nominalnog i realnog efektivnog tečaja kune

Izvor: HNB

Sa slike 9. je vidljivo opadanje nominalnoga, ali i realnih efektivnih deviznih tečajeva u periodu od 2002.-2008. Hrvatska je do sada već više puta zabilježila pad konkurentnosti robnog izvoza kojem je između ostalih čimbenika pridonosilo i nepovoljno kretanje tečaja, uključujući postupnu tržišnu aprecijaciju kune tijekom razdoblja ekspanzije od 2002. do 2008. za 10% u terminima nominalnog tečaja te više od 10% u terminima realnog efektivnog tečaja. Pad tečaja usmjerava na nominalnu i realnu aprecijaciju kune, odnosno smanjenje cjenovne konkurentnosti hrvatskog gospodarstva u inozemstvu. Iz tih razloga temeljna funkcija monetarnih vlasti Republike Hrvatske jest borba protiv inflacije.

Iako je gledano u terminima realnog efektivnog tečaja konkurentnost izvoza i domaće proizvodnje danas znatno veća nego 2008. (čak i uz aktualan trend nominalne aprecijacije kune), priliku za tečajne promjene u smjeru sprječavanja aprecijacije i poticanja blage deprecijacije Hrvatska bi trebala iskoristiti prije ulaska u ERM2. Navedeno može uključiti: mehanizam snižavanja obvezne rezerve, korištenje primarne emisije radi povećanja dostupnosti dugoročnih kunskih izvora financiranja banka (uz vrlo niske kamatne stope na dugoročni obratni repo) pa i provođenja nestandardnih mjera poput konačne kupnje vrijednosnica javnog i privatnog sektora na sekundarnom tržištu radi korekcije očekivanja i tržišnih aprecijacijskih pritisaka¹⁶.

¹⁶ Ivanov, M.; (2017.): Odnos deviznog tečaja i kamatnih stopa u kontekstu uvođenja eura, HUB analize. Dostupno na: https://www.hub.hr/sites/default/files/inlinefiles/odnos_deviznog_tecaja_i_kamatnih_stopa_u_kontekstu_uvodenja_eur1_vs_0.pdf

4. Važnost eura za RH i tečajni mehanizam ERM2

4.1. Tečajna politika u Hrvatskoj i uvođenje eura

Euro je zajednička valuta velikog dijela država članica Europske unije i jedan od glavnih simbola europske integracije. Cilj uvođenja zajedničke valute bio je potaknuti dublju povezanost među državama članicama i ojačati iskorištavanje svih prednosti jedinstvenog tržišta uz slobodno kretanje ljudi, roba, usluga i kapitala. Euro pridonosi stabilnijim gospodarskim prilikama i rastu, većim investicijama i novim radnim mjestima. Tečaj eura je važna referentna točka u provođenju monetarne i tečajne politike Hrvatske narodne banke što uključuje povremene intervencije središnje banke na deviznom tržištu. Hrvatsku karakterizira visoki stupanj valutne supstitucije koja se može mjeriti udjelom deviznih depozita u ukupnim depozitima u bankovnom sustavu, trenutno oko 80%. U valutnoj strukturi depozita dominantno je zastupljen euro. Banke su prema zakonskom pravu i načelima upravljanja rizicima dužne voditi računa o tečajnom riziku. HNB nije institucija koja odlučuje o uvođenju ili ukidanju pojedinih zakonskih odredbi, već je u njenim zakonskim zadaćama briga o stabilnosti financijskog sustava (HNB, 2011).

Hrvatska, uvođenjem eura nesumnjivo će smanjiti troškove konverzije valute povezane s vanjskom trgovinom i turizmom. Europska središnja banka u konvergencijskom izvješću 2016. godine ističe da Hrvatska ne ispunjava Maastricht kriterije za ulazak u eurozonu u vezi deficita i javnog duga te da je potrebna konsolidacijska strategija koja će podupirati rast gospodarstva.

Odnos kune i eura na tečajnici HNB-a izračunava se na temelju kupnje i prodaje deviza na hrvatskom deviznom tržištu prethodnoga dana. Rezultat je konkretnih kupoprodajnih transakcija. Ako cijena prekomjerno oscilira HNB se uključuje u kupnju ili prodaju deviza i drugim instrumentima koji djeluju na kunsku likvidnost (HNB, 2011).

Tečaj kune od 2014. do 2016. godine iznosio je 7,6 HRK/EUR i nije znatno oscilirao tokom promatranog razdoblja (European Commission, 2016).

Za vrijeme prve valutne krize od rujna 1998. do ožujka 1999. tečaj kune je deprecirao za oko 10% te je HNB intervenirao prodavajući devize u protuvrijednosti od 6.5 milijardi eura.¹⁷ Povećao je obveznu rezervu do 40% od čega je veliki dio morao biti u eurima. Za vrijeme druge

¹⁷ Tatomir, S.; (2009.): Indeks pritisaka deviznog tržišta na kunu, Financijska teorija i praksa, str.187-199

valutne krize 2001. godine, kuna je u svibnju doživjela aprecijacijsku krizu, a u kolovozu deprecijacijsku krizu. Kuna je deprecirala samo 5% radi snažne HNB-ove intervencije u kolovozu 2001. kada su prodane 3 milijarde eura i time se spriječila daljnja deprecijacija.¹⁸ Od 2003. godine pritisci na kunu su bili znatno manji.

Povremeni aprecijacijski pritisci su se dogodili u svibnju 2004. godine zbog velikog rasta izravnih ulaganja u Hrvatsku. Razdoblje od 1997. do 2003. je bilo znatno turbulentnije u usporedbi sa razdobljem od 2003. do 2008., koje je bilo znatno stabilnije.



Slika 10: Indeks pritiska na devizno tržište

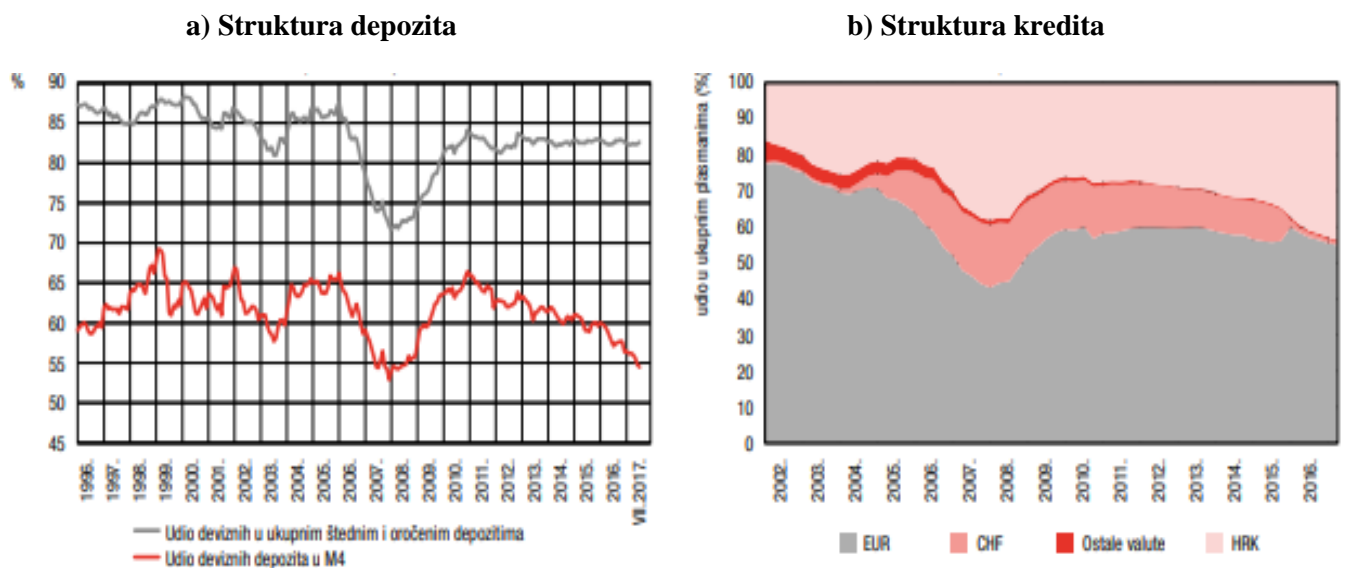
Izvor: Tatomir, S.; (2009.): Indeks pritiska deviznog tržišta na kunu, *Financijska teorija i praksa*, str.187-199, raspoloživo na : <https://hrcak.srce.hr/39904>

Na slici 10. su vidljivi pritisci na hrvatsku kunu u periodu od 1998. do 2008. godine.¹⁹ Vidljive su relativne turbulentnosti u prvih pet godina te relativne stabilnosti u posljednjih pet godina. U režimu s plutajućim tečajem sav se pritisak odražava u promjeni vrijednosti tečaja. Međutim, u polufiksним i fiksnim tečajnim režimima pritisak se djelomično odražava na promjenu tečaja jer vlasti interveniraju kupnjom ili prodajom deviza te promjenom kamatnih stopa, čime

¹⁸ Tatomir, S.; (2009.): Indeks pritiska deviznog tržišta na kunu, *Financijska teorija i praksa*, str.187-199, raspoloživo na: <https://hrcak.srce.hr/39904>

¹⁹ Tatomir, S.; (2009.): Indeks pritiska deviznog tržišta na kunu, *Financijska teorija i praksa*, str.187-199

pokušavaju ukloniti pritisak na tečaj. Za Hrvatsku je stabilnost tečaja kune jednaka makroekonomskoj stabilnosti zbog male, otvorene i visokoeuroizirane prirode gospodarstva. Zbog visoke uvozne ovisnosti hrvatskoga gospodarstva domaće su cijene osjetljive na promjene tečaja. S obzirom na to da velik dio dobara na hrvatskom tržištu potječe od uvoza iz europodručja (oko 60% u 2014.), znatniji porast tečaja kune prema euru mogao bi dovesti do rasta cijena tih dobara izraženih u kunama, a posredno i do rasta opće razine cijena, odnosno inflacije. Uz promjene tečaja vezana su i inflacijska očekivanja kućanstava, koja su osobito izražena zbog loših iskustava s visokom inflacijom na ovim prostorima u prošlosti.²⁰



Slika 11: Kretanje financijske euroizacije u Hrvatskoj

Izvor: HNB

Rast deviznih depozita posljednjih se godina usporio, a u 2016. i 2017. čak je došlo i do njihova smanjenja. Ovaj trend ponajprije je potaknut kontinuiranim i zamjetnim padom kamatnih stopa na depozite, pa su deponenti zamijenili oročene i štedne depozite (koji su uglavnom nominirani u stranoj valuti) likvidnijim financijskim sredstvima, odnosno depozitima po viđenju (sredstva na tekućim računima i žiroračunima, nominirana isključivo u kunama). Zahvaljujući tome, u posljednjih šest godina udio deviza u najširem monetarnom agregatu (M4) pao je za 10 postotnih bodova, sa 66,5% na kraju 2010. na 56,4% na kraju 2016²¹. Ipak, preferencija štednje

²⁰ HNB (2015.): Okvir monetarne politike. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/okvir-monetarne-politike>

²¹ Dumičić, M; Ljubaj, I; Martinis, A.;(2017.): Perzistentnost euroizacije u Hrvatskoj, Zagreb. Dostupno na: <https://euro.hnb.hr/documents/2070751/2104183/p-037.pdf/d98fb3cf-a191-45c4-b93e-92de959914ea>

u devizama nije se promijenila te je udio deviznih depozita u ukupnim oročenim i štednim depozitima bio stabilan u rasponu od oko 81% do 84% (Slika 11.a).

Visoka i perzistentna razina euroizacije na pasivnoj strani bilanci banaka odražava se u valutnoj strukturi aktive banaka (Slika 11.b). Nakon što su tijekom osamdesetih i početkom devedesetih godina prošlog stoljeća banke pretrpjele velike gubitke zbog neusklađenosti valutne strukture svoje aktive (pretežno u domaćoj valuti) i pasive (uglavnom u devizama), nakon privatizacije bankarskog sektora krajem devedesetih godina kreditna euroizacija u Hrvatskoj dobila je zamah. Od početka prošlog desetljeća kreditnoj euroizaciji dodatno je pridonosio i snažan rast kreditne aktivnosti potpomognute snažnim priljevima (deviznoga) kapitala iz inozemstva. Udio kredita nominiranih u stranoj valuti i vezanih uz stranu valutu u ukupnim kreditima banaka zadržavao se iznad 75% sve do kraja 2006. godine (Slika 11.b). Sljedeće razdoblje bilo je obilježeno padom kreditne euroizacije, koji je potrajao do početka svjetske financijske krize, pa je tako udio deviznih kredita u ukupnim kreditima do rujna 2008. pao na 62%. Trend pada preokrenut je na početku krize, a stupanj kreditne euroizacije ponovo je skočio na razinu višu od 70% već na početku 2009. i nastavio se kretati oko te razine tijekom sljedećih pet godina.

4.2. Tečajni mehanizam ERM2

Okvir ERM2 se temelji na konceptu fiksnog središnjeg pariteta i standardnog raspona fluktuacije $\pm 15\%$ u okviru kojeg tržišni tečaj može oscilirati. Hrvatska također može odrediti uže granice kretanja tečaja kojima bi se ograničila tržišna očekivanja o promjenama deviznog tečaja i kratkoročnih kamatnih stopa prije i nakon ulaska u ERM2. Uski raspon fluktuacije $\pm 7\%$ ili $\pm 2,25\%$ je opravdan zbog duge povijesti stabilnosti tečaja i uskih razlika između domaćih nerizičnih kratkoročnih kamatnih stopa i odgovarajućih kamatnih stopa u europodručju. Svrha ERM-a je omogućiti stabilno gospodarsko okruženje za dobro funkcioniranje jedinstvenog tržišta EU, a jedinstveno tržište „ne smiju ugrožavati neusklađenosti realnog tečaja ili prekomjerne fluktuacije nominalnog tečaja između eura i ostalih valuta EU-a, koje bi poremetile trgovinske tokove između država članica.“ (Sporazum od 16. ožujka 2006., Službeni list Europske unije, 2006/C 73/08).

Uz pretpostavku da će Hrvatska uvesti euro kroz četiri do sedam godina tijekom kojih će zasigurno dolaziti do povremene aprecijacije ili deprecijacije tržišnog tečaja, kao i nestabilnosti kamatnih stopa i premije rizika, za Hrvatsku bi bila poželjna opcija bilateralnog dogovora o

užem rasponu graničnih vrijednosti tečaja kune $\pm 7\%$ (što je nešto više od povijesnih fluktuacija tečaja kune u dugom roku) ili eventualno uže $\pm 4\%$ (što je približno u skladu s dosad zabilježenim povijesnim rasponom fluktuacije). Time bi se ostavio dovoljno širok (ali ne preširok) manevarski prostor za privremeno odstupanje tečaja tijekom eventualno produženog razdoblja sudjelovanja u ERM2, uz istodobnu slobodu središnje banke da održava stabilnost tečaja uz tek neznatna odstupanja od središnjeg pariteta kakva su poželjna s aspekta pripreme gospodarstva na buduće uvjete fiksnog tečaja nakon uvođenja eura.

Uže granice fluktuacije $\pm 7\%$ bi smanjile razmjer špekulacija o slabljenju kune koje su u Hrvatskoj prisutne i kad kuna bilježi trend aprecijacije, ali je (bez značajnog povećanja produktivnosti ekonomije) donja granična vrijednosti i dalje nepovoljna za konkurentnost proizvodnje i izvoza.²²

S druge strane, vrlo uske granice fluktuacija $\pm 2,25\%$ su uže od raspona oscilacija tečaja kune u posljednjih 16 godina, ali relativno blizu raspona fluktuacija tržišnog tečaja kune (od hipotetičke vrijednosti središnjeg tečaja 7,5 kuna za euro) u posljednjih šest godina. Uz stabilne cijene, konvergenciju kratkoročnih kamatnih stopa i smanjena očekivanja nestabilnosti tečaja, granice fluktuacija $\pm 2,25\%$ bile bi održive tijekom članstva u ERM2.

Konačni fiskalni i ekonomski podaci za 2016. su pokazali da je Hrvatska ostvarila solidan rezultat te da je smanjila unutarnje i vanjske neravnoteže. Prognoze svih relevantnih institucija za 2017. godinu upućuju kako bi se pozitivni trendovi trebali nastaviti.

U skladu s konačnim podacima za 2016. godinu te na temelju metodologije EK, u tablici je prikazan hipotetski izvještaj o konvergenciji za Hrvatsku koji će izaći tijekom ove godine.

Tablica 2: Usklađenost Hrvatske sa kriterijima konvergencije - najpovoljniji podaci (2016)

Zemlja	Kriterij inflacije	EDP		Tečaj		Dugoročna kamatna stopa	Usklađenost s pravnim sustavom EU
		Nema/Otvorena	Dug (60% BDP-a)	Članica ERM II	Promjena stope		
Referentna vrijednost	Max. 0.7%	Deficit (3% BDP-a)	Dug (60% BDP-a)	Min. 2 godine	Max. $\pm 15\%$	Max. 4.0%	Da
Hrvatska	-0.60%	EDP: Nema ⁽²⁾ 0.80% ^(3a)	84.20% ^(3b)	Ne	0.50% ⁽⁴⁾	3.50% ⁽⁵⁾	Da

²² Ivanov, M.; (2017.): Odnos deviznog tečaja i kamatnih stopa u kontekstu uvođenja eura, HUB analize

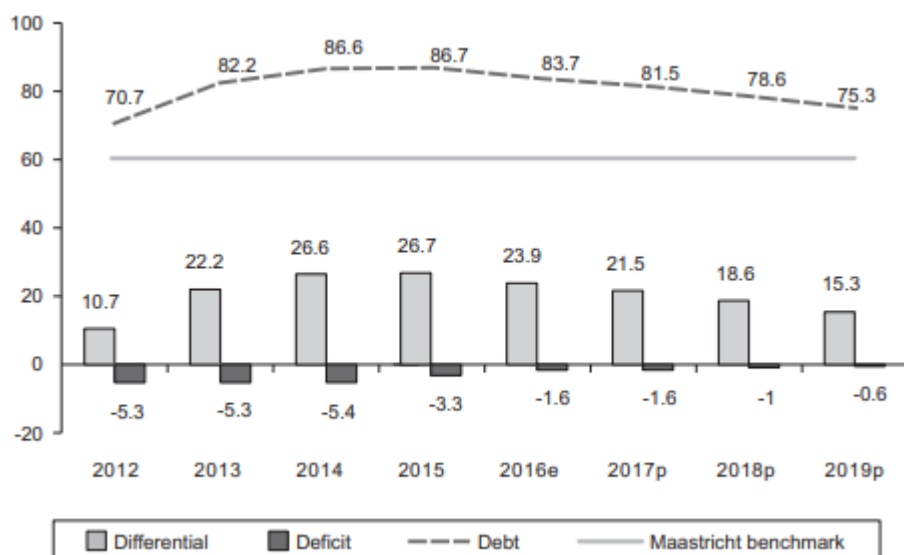
Izvor: <https://arhivanalitika.hr/blog/hrvatska-i-euro-i-erm-2-kao-prvi-korak-prema-eurozoni/>

- (1) 2016 HICP za Španjolsku, Slovačku i Hrvatsku (isključene Rumunjska, Bugarska i Cipar kao outlier-i; kao i Komisija (2016))
- (2) Očekuje se da će u 2017. završiti procedura prekomjernog deficita za Hrvatsku
- (3a) (3b) EDP podaci objavljeni 24. travnja 2017
- (4) Postotna promjena EUR/HRK u razdoblju 2014-2016
- (5) Prosječna dugoročna kamatna stopa (EMU konvergencija) za Španjolsku, Slovačku i Hrvatsku u 2016

Snažniji ekonomski rast i bolji fiskalni pokazatelji (deficit ispod 3% i smanjenje duga, prema ESA 2010), uz bolje vijesti iz rejting agencija, mogli bi u 2017. godini dovesti do ukidanja Procedure prekomjernog deficita (EDP-excessive deficit procedure) za Hrvatsku.

Izlazak iz EDP-a bi pred hrvatskom Vladom u kontekstu ekonomske konvergencije postavio dva izazova: daljnje smanjenje javnog duga (prema kriteriju duga iz konvergencijskih kriterija, v. Tablicu 1) te slanje zahtjeva za članstvom u ERM 2. Ako proračun za 2018. pokaže odlučnost Vlade da nastavi s razboritom fiskalnom politikom, tijekom sljedeće godine mogla bi podnijeti zahtjev za članstvom u ERM 2.²³

²³ Ćorić, T.; Deskar-Škrbić, M.; Croatian path towards the ERM 2: Why, when and what can we learn from our peers?. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr>



Slika 12: Hrvatske fiskalne projekcije 2017.-2019.

Izvor: Ćorić, T.; Deskar-Škrbić, M.; Croatian path towards the ERM2: Why, when and what can we learn from our peers?

U ovom je osnovnom scenariju Hrvatska mogla inicirati prvi korak ERM 2 postupka u 2020. godini, jer bi u razdoblju 2017-2019. putanja javnog duga mogla zadovoljiti referentnu vrijednost smanjenja duga. Hipotetski, ako bi Hrvatska primijenila sličnu strategiju kao i drugi suradnici iz Srednje i Istočne Europe i ulažu značajan napor da ostanu u ERM-u 2 (minimalno) dvije godine, usvajanje eura 2022/3 ne čini se tako nezamislivim²⁴. Međutim, realizacija ovog scenarija zahtijeva nastavak fiskalne politike usmjerene na smanjenje deficita uz reforme u drugim sferama gospodarstva što bi trebalo povećati potencijalnu stopu rasta Hrvatske (približno na oko 3%).

5. ZAKLJUČAK

Izbor deviznog tečaja od iznimne je važnosti za pojedinu državu te postaje krucijalan u situaciji sveprisutne liberalizacije i globalizacije. Zemlje sa razvijenom ekonomskom i financijskom

²⁴ Ćorić, T.; Deskar-Škrbić, M.; Croatian path towards the ERM2: Why, when and what can we learn from our peers?

strukturu vjerojatno će drugačije reagirati na određene tipove deviznih režima nego nerazvijene zemlje. Između nerazvijenih zemalja, one koje su izložene kapitalnim tijekovima mogu imati bolje performanse pod određenim režimima nego zemlje koje su relativno zatvorene tijekovima međunarodnog kapitala. Za Republiku Hrvatsku je najoptimalniji izbor intermedijarni režim upravljano-fluktuirajućeg deviznog tečaja gdje centralna banka održava relativnu stabilnost tečaja kune prema euru, uz tržišne fluktuacije u rasponu manjem od 5% kako bi održala nisku stopu inflacije i stabilnost gospodarstva. Na temelju empirijskih istraživanja nominalnog kretanja tečaja eura u razdoblju od 2003.-2007.godine, slobodno fluktuirajući tečaj bio bi štetan za Republiku Hrvatsku, jer bi fluktuacije tečaja osim deviznog rizika prouzročile oscilacije cijena. U uvjetima međunarodne mobilnosti kapitala, sustav konvencionalno vezanog tečaja onemogućio bi vođenje samostalne monetarne politike. Kao rješenje nameće se intermedijarni devizni tečaj. Vidljivo je prema podacima također umjereno opadanje nominalnoga, ali i realnih efektivnih deviznih tečajeva tijekom promatranog razdoblja. Pad tečaja ukazuje na nominalnu i realnu aprecijaciju kune, tj. smanjenje cjenovne konkurentnosti hrvatskog gospodarstva u inozemstvu. Iz tih razloga temeljna funkcija monetarnih vlasti Republike Hrvatske jest borba protiv inflacije. Dnevne fluktuacije nominalnog tečaja daju podsjetnik da su valutne krize svojstvene fleksibilnim režimima. Hrvatska narodna banka odabrala je stabilnost tečaja kune prema euru kao nominalno sidro monetarne politike. S obzirom na visoku euroizaciju hrvatskoga bankovnog sustava, stabilnost tečaja jest alat kojim HNB održava i financijsku stabilnost. Fluktuirajuće tečajne režime najčešće primjenjuju veća gospodarstva koja su uspješnija u upravljanju tečajnim kretanjima i koja su često izložena šokovima iz njihovog okruženja. Središnja banka provodi operacije na otvorenom tržištu na vlastitu inicijativu prema unaprijed objavljenom rasporedu ili u bilo koje vrijeme koje sama odredi, uz dobrovoljno sudjelovanje kreditnih institucija. Najčešće korištene operacije Hrvatske narodne banke jesu konačne (engl.outright) operacije, i to operacije kupoprodaje deviza, odnosno devizne aukcije. Tečaj eura je važna referentna točka u provođenju monetarne i tečajne politike Hrvatske narodne banke što uključuje povremene intervencije središnje banke na deviznom tržištu. Devizne intervencije imaju utjecaja na kamatnu stopu i tečaj, jednako tako održavaju stabilnost kune. Kuna je deprecirala samo 5% radi snažne HNB-ove intervencije u kolovozu 2001. kada su prodane 3 milijarde eura i time se spriječila daljnja deprecijacija. Od 2003. godine pritisci na kunu su bili znatno manji. Povremeni aprecijacijski pritisci su se dogodili u svibnju 2004. godine zbog velikog rasta izravnih ulaganja u Hrvatsku. U okviru ERM II mehanizma nacionalna valuta zemlje članice veže se za euro i utvrđuje se središnji tečaj, koji je rezultat ravnotežnog tečaja što znači da

valuta ne smije biti niti podcijenjena niti precijenjena. Konačni fiskalni i ekonomski podaci za 2016. su pokazali da je Hrvatska ostvarila solidan rezultat te da je smanjila unutarnje i vanjske neravnoteže. Prognoze svih relevantnih institucija za 2017. godinu upućuju kako bi se pozitivni trendovi trebali nastaviti. Ako bi Hrvatska primijenila sličnu strategiju kao i druge zemlje iz Srednje i Istočne Europe i ulažu značajan napor da ostanu u ERM-u 2 (minimalno) dvije godine, usvajanje eura 2022/3 ne čini se tako nezamislivim. Realizacija ovog scenarija zahtijeva nastavak fiskalne politike usmjerene na smanjenje deficita uz reforme u drugim sferama gospodarstva što bi trebalo povećati potencijalnu stopu rasta Hrvatske (približno na oko 3%). Iskustva Slovenije i Slovačke pokazuju da odlučan put prema euru (prvenstveno boravak u ERM 2) može poslužiti kao važno sidro kredibiliteta ekonomske politike i potaknuti nositelje politike da očuvaju internu i eksternu stabilnost zemlje te implementiraju različite strukturne reforme kako bi ostvarili što veći stupanj konvergencije prema zemljama euro područja.

LITERATURA

1. Aizenman, J.,(2010.): The Impossible Trinity (aka The Policy Trilemma), the Encyclopedia of financial globalization, University of California, Santa Cruz.
Dostupno na: http://web.pdx.edu/~ito/Tril_Aizenman_Dic.pdf
2. Blanchard, O; Johnson, David R.,(2013.) : Macroeconomics, Boston: Pearson
3. Ćorić, T.; Deskar-Škrbić, M.,(2017.): Croatian path towards the ERM2: Why, when and what can we learn from our peers?; Ekonomski pregled, Vol.68 No.6., str.611-637.
Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr>
4. Dumičić, M; Ljubaj, I; Martinis, A.,(2017.): Perzistentnost euroizacije u Hrvatskoj, Zagreb. Dostupno na: <https://euro.hnb.hr/documents/2070751/2104183/p-037.pdf/d98fb3cf-a191-45c4-b93e-92de959914ea>

5. Frankel, J.,(1999.): No Single Exchange Rate Regime is Right for All Countries or at all Times, Graham Lecture, Essays in International Finance, No. 215, Princeton University Press: Princeton, August
6. Gregović, N.; Hodžić, N.,(2017.): Perspektive valutnog odbora u Bosni Hercegovini; Ekonomski izazovi, Godina 6, broj 11, str.108-125. Dostupno na:
<https://scindeksclanci.ceon.rs/data/pdf/2217-8821/2017/2217-88211711108G.pdf>
7. Hrvatska narodna banka (2015.): Ciljevi monetarne politike. Dohvaćeno iz
<https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/ciljevi>
8. Hrvatska narodna banka (2015.): Tečajni režim. Dohvaćeno iz
<https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajni-rezim>
9. Hrvatska narodna banka (2016.): Operacije na otvorenom tržištu. Dohvaćeno iz
<https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/operacije-na-otvorenom-trzistu>
10. Hrvatska narodna banka (2016.): Funkcije monetarne politike. Dohvaćeno iz
<https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/provodjenje-monetarne-politike>
11. Hrvatska narodna banka (2019.): Euroskupina pozdravila namjeru Republike Hrvatske za ulazak ERM II. Dohvaćeno iz <https://euro.hnb.hr/>
12. Hrvatska narodna banka (2017.): Okvir i instrumenti monetarne politike. Dohvaćeno iz
<https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/okvir-monetarne-politike>
13. Ivanov, M.(2017.): Odnos deviznog tečaja i kamatnih stopa u kontekstu uvođenja eura, HUB analize. Dostupno na: https://www.hnb.hr/sites/default/files/inline-files/odnos_deviznog_tecaja_i_kamatnih_stopa_u_kontekstu_uvodenja_eur1_vs_0.pdf
14. HNB (2017.): Stalno raspoložive mogućnosti. Dostupno na:
<http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/stalno-raspolozivemogucnost>
15. Koški, D.(2008.): Izbor optimalnoga sustava deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku. *Ekonomski vjesnik* , Br.1-2., str.32-39.Osijek: Ekonomski fakultet u Osijeku.

16. Lovrinović, I.(2015.). Globalne financije, Zagreb: Accent
17. Miletić, T.(2004.-2005.). Metodologija. Dohvaćeno iz http://www.nasciturus.com/skriptarnica/doc_view/9-metodologija
18. Pečarić, M.(2014./2015.). Međunarodne financije 1, Ekonomski fakultet Split.
19. Tatomir, S.(2009.): Indeks pritisaka deviznog tržišta na kunu, Financijska teorija i praksa 33(2) str.187-199. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/file/62554>
20. Zlata, B.(2019.) Banka Zlata: Tečajna lista. Dohvaćeno iz <https://www.bankazlata.com/tečajna-lista/>

PRILOZI

POPIS SLIKA

Slika 1: Razlika između bilance središnje banke i valutnog odbora.....	7
Slika 2: Fluktuacija vrijednosti domaće valute u sustavu konvencionalno - vezanog deviznog tečaja.....	8
Slika 3: Fluktuacija vrijednosti domaće valute u sustavu vezanoga deviznog tečaja u okviru horizontalnoga raspona	8
Slika 4: Fluktuacija vrijednosti domaće valute u sustavu puzećega vezanja deviznoga tečaja (crawling peg)	9
Slika 5: Fluktuacija vrijednosti domaće valute u sustavu puzećega raspona deviznoga tečaja (crawling band).	10
Slika 6: Odnos ekonomskih prednosti i nedostataka prihvatanja fiksnog sustava u odnosu na fluktuirajući	13
Slika 7: Trilema monetarne politike	14
Slika 8: Indeks nominalnog tečaja EUR/HRK	22
Slika 9: Indeksi nominalnog i realnog efektivnog tečaja kune	24
Slika 10: Indeks pritisaka na devizno tržište	26

Slika 11: Kretanje financijske euroizacije u Hrvatskoj	27
Slika 12: Hrvatske fiskalne projekcije 2017-2019.....	31

POPIS TABLICA

Tablica 1: Operacije na otvorenom tržištu u praksi HNB-a.....	21
Tablica 2: Usklađenost Hrvatske sa kriterijima konvergencije - najpovoljniji podaci (2016)	29

SAŽETAK

U ovom radu se istražuje koji je optimalan devizni tečaj za Republiku Hrvatsku. Devizni režimi predstavljaju sustavna rješenja u pogledu tečajne politike, a predstavljaju konkretizaciju gore navedenih vrsta ili njihovu kombinaciju. Rad daje sustavan pregled postojećih sustava tečajne politike te je dan osvrt na postojeći devizni režim u Republici Hrvatskoj. Postoje determinante koje utječu na izbor deviznog režima, te se na osnovu njih zemlje odlučuju za režim koji će koristiti, stoga su i analizirane u ovom radu. Od posebne je važnosti da izabrani sustav bude u službi ostvarenja ciljeva ekonomske politike.

Ključne riječi: devizni režimi, izbor optimalnog deviznog režima, monetarna politika HNB

SUMMARY

This paper explores optimal exchange rate for the Republic of Croatia. Foreign exchange regimes represent systematic solutions in terms of exchange rate policy, and represent the specificization of the above types or a combination of them. The paper provides a systematic overview of the existing exchange rate policy systems and gives an overview of the existing foreign exchange regime in the Republic of Croatia. There are determinants that influence the choice of the foreign exchange regime, and on the basis of which countries decide on the regime they will use, which is why they are analyzed in this paper. It is of particular importance that the chosen system be in the service of achieving economic policy goals.

Keywords: choice of optimal foreign exchange regime, HNB monetary policy, foreign exchange regimes